



Возвращаясь к парадоксу капитала: обратное направление потоков

[Эмине Боз](#), [Луис Кубедду](#), и [Морис Обстфельд](#)

7 марта 2017 года

Базовая экономическая теория гласит, что капитал должен двигаться из богатых стран с медленными темпами роста в бедные страны с более высокими темпами экономического роста. Десять лет назад наши бывшие коллеги из Исследовательского департамента [Эсвар Прасад](#), [Рагурам Раджан](#) и [Арвинд Субраманиан](#) рассмотрели, почему в действительности потоки движутся в обратном направлении — в основном капитал идет «против течения» из более бедных стран в более богатые. Основываясь на новаторских исследованиях [Роберта Лукаса](#), они показали, что некоторые характерные черты более бедных стран, такие как менее развитые институты и более низкий уровень образования, могут снижать взвешенную по риску доходность инвестиций в эти страны.

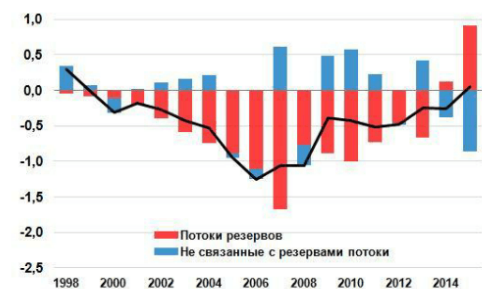
В этой записи блога мы вернемся к загадке движения потоков капитала «против течения» и рассмотрим ее значение для экономической политики. Мы покажем, что движение капитала «против течения», усилившееся в канун мирового финансового кризиса, в последнее время сменило направление. Эти сдвиги являются отражением нескольких факторов, но прогнозируемая нормализация денежно-кредитной политики в основных странах с развитой экономикой и повышенная неопределенность относительно экономической политики делают маловероятным масштабное и более долговременное изменение направления потоков «против течения». В дальнейшем страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны должны продолжить концентрировать свое внимание на мерах политики, которые расширяют выгоды от притоков капитала, смягчают волатильность потоков капитала, укрепляют устойчивость и повышают степень развития внутренних финансовых рынков.

Сдвиги в мировом распределении капитала

В течение предшествовавшего кризису периода в странах с развитой экономикой в целом наблюдались устойчивые и значительные чистые притоки капитала. Эти притоки были идентичны крупным и увеличивающимся оттокам капитала

Приливы и отливы

В последнее время оттоки частного капитала из развивающихся стран компенсировались притоками официального капитала.
(В процентах ВВП)



Источники: Анализ финансовых потоков МВФ, «Перспективы развития мировой экономики» МВФ, расчеты персонала МВФ.
Примечание. Рисунок основан на панели, включающей 140 стран. Отрицательные числа обозначают оттоки капитала; то есть, накопление развивающимися странами не связанных с резервами требований и резервных требований к странам с развитой экономикой.



из развивающихся стран (особенно из крупнейшей — Китая, который находился в процессе интеграции в мировую экономику) и стран—экспортеров сырья, которые получали выгоды от бума цен на биржевые товары. Оттоки капитала из развивающихся стран в течение этого периода в основном были связаны с накоплением официальных валютных резервов.

После кризиса парадокс развернулся в обратную сторону. Компании и население стран с развитой экономикой сократили свои долги, что привело к снижению инвестиций и чистых притоков капитала. Такое развитие событий сопровождалось уменьшением оттоков капитала из развивающихся стран по мере того, как Китай приступил к перебалансированию своей экономики в сторону внутреннего потребления, а поступление непредвиденных доходов стран—экспортеров биржевых товаров прекратилось. Замедление и последующее изменение направления движения потоков капитала «против течения» на противоположное в основном стало отражением изменений официальных валютных резервов, которые стали показывать общее снижение несколько лет назад. На самом деле, начиная с 2014 года, чистые частные потоки капитала в развивающиеся страны стали отрицательными, как было указано в более ранней [работе](#) МВФ, однако это компенсировалось притоками в связи с закрытием центральными банками своих позиций по иностранным активам.

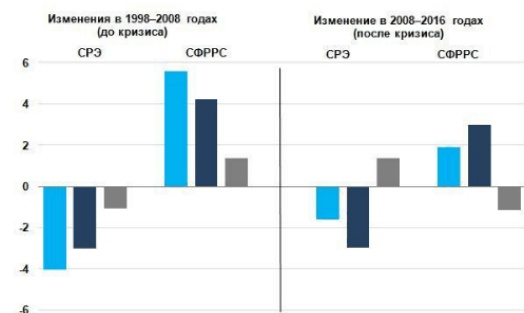
Роль сбережений и инвестиций

Докризисные потоки капитала «против течения» в основном отражали факторы, связанные со сбережением, и не влияли на сокращение инвестиций в странах с развитой экономикой и увеличение инвестиций в развивающихся странах по отношению к мировому валовому внутреннему продукту. Показатели отношения инвестиций к ВВП в странах с развитой экономикой упали, при этом резко сократившиеся сбережения вызвали увеличение дефицитов по внешним операциям. И наоборот, в развивающихся странах инвестиции уверенно росли, несмотря на усиление оттоков капитала. Это неудивительно, учитывая их в целом более низкие показатели основного капитала. Но этот рост инвестиций был с лихвой перевешен резким увеличением сбережений. Чрезмерная ориентация на экспорт в ущерб внутреннему потреблению в Китае и соответствующий рост цен на биржевые товары были лишь некоторыми факторами, которые обусловили такое развитие событий.

Оценка баланса

В последнее время чистые потоки мировых сбережений способствовали инвестициям в развивающихся странах.

(В процентах мирового ВВП)



Источники: «Перспективы развития мировой экономики» МВФ; расчеты персонала МВФ.
Примечание. Данные за 2016 год являются прогнозными по состоянию на январь 2017 года. Разбивка на страны с развитой экономикой (СРЭ) и страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны (СФРЭС) соответствуют последним выпускам «Перспектив развития мировой экономики» МВФ. Изменение уровня сбережений содержит небольшую погрешность для обеспечения соответствия счета текущих операций разнице между сбережениями и инвестициями. Погрешность не меняет общих результатов.

После кризиса различия в трендах инвестиций и сбережений между богатыми и бедными странами продолжили увеличиваться. В странах с развитой экономикой сальдо счета текущих операций улучшилось по мере сокращения инвестиций. В то же время в развивающихся странах сальдо счета текущих операций ухудшилось, что стало отражением относительно более быстрого роста инвестиций, который, хоть и был значительно более медленным, чем до кризиса, тем не менее, опережал темпы увеличения сбережений. Таким образом, наблюдаемые в последнее время чистые потоки мировых сбережений двигались в направлении поддержки более высокого уровня инвестиций в развивающихся странах.

Перспективы и меры политики

В ближайшей перспективе маловероятно сохранение направления движения капитала «по течению». Начнем с того, что чистые притоки частного капитала в развивающиеся страны в последнее время стали отрицательными. Правда, что более высокие темпы роста и инфраструктурные потребности в этих странах, а также структурные изменения в более богатых странах, такие как старение населения, могут подтолкнуть капитал к движению в «правильном» направлении. Однако капитал может вновь направиться назад в страны с развитой экономикой по мере ужесточения ими своей кредитно-денежной политики, что стало казаться более вероятным после того, как в результате президентских выборов в США повысились ожидания более экспансионистской налогово-бюджетной политики в Соединенных Штатах. Также сохраняется значительная неопределенность экономической ситуации в мире, не в последнюю очередь в связи с повышающимся риском протекционизма, который в основном окажет негативное воздействие на развивающиеся страны.

Извлечение выгод из притоков капитала остается главным вызовом для развивающихся стран. В целом для этого потребуются дальнейшее укрепление основ экономической политики в целях снижения риска потенциального изменения направления потоков капитала. Хотя гибкость обменного курса может в какой-то степени обеспечить буфер, время от времени могут потребоваться дополнительные инструменты для поддержания упорядоченной ситуации на рынках. Более того, по-прежнему критически важны устойчивость институтов и основ политики, как отмечено в [более ранней работе](#), в том числе хорошо функционирующие внутренние и международные финансовые рынки для эффективного направления сбережений в инвестиции.



Эмине Боз — старший экономист Исследовательского департамента МВФ, соредактор *Экономического обзора МВФ*. Начала работать в МВФ в 2006 году. Ее работа в основном касается вопросов международных потоков капитала, финансовых кризисов, стран с формирующимся рынком и суверенного долга. Имеет публикации в нескольких научных журналах, в частности в *Journal of Monetary Economics*, *Journal of International Economics*, *Journal of Money, Credit and Banking* и *Экономическом обзоре МВФ*. Г-жа Боз имеет степень доктора наук, полученную в Университете Мэриленда.



Луис Кубедду руководит отделом открытой экономики Исследовательского департамента МВФ и возглавляет координационную группу МВФ по внешнеэкономическому сектору. До назначения на текущую должность занимался исследованием проблем стран с формирующимся рынком и разрабатывал несколько крупных программ МВФ. Г-н Кубедду имеет степень доктора по экономике Университета Пенсильвании, работал доцентом в Университете Помпеу Фабра в Барселоне (Испания).



Морис Обстфельд, находящийся в отпуске из Калифорнийского университета в Беркли, является экономическим советником и директором Исследовательского департамента Международного Валютного Фонда. В Беркли он является профессором экономики на кафедре Выпуска 1958 года и бывшим заведующим отделением экономики (1998–2001 годы). До прихода в Беркли в качестве профессора в 1991 году он занимал постоянную должность в Колумбийском университете (1979–1986 годы) и в Университете Пенсильвании (1986–1989 годы), а также являлся приглашенным научным сотрудником в Гарварде (1989–1990 годы). Он получил докторскую степень по экономике в МИТ в 1979 году после учебы в Университете Пенсильвании (степень бакалавра, 1973 год) и в Королевском колледже Кембриджского университета (степень магистра, 1975 год).

С июля 2014 года по август 2015 года д-р Обстфельд являлся членом Совета экономических консультантов при президенте Обаме. Ранее (в 2002–2014 годах) он был почетным советником Института монетарных и экономических исследований при Банке Японии. Он является членом Эконометрического общества и Американской академии гуманитарных и естественных наук. Награды д-ра Обстфельда включают премию им. Тьяллинга Купманса Тилбургского университета, премию им. Джона фон Неймана Колледжа перспективных исследований им. Ласло Райка (Будапешт) и приз им. Бернхарда Хармса Кильского института. Он выступал с рядом авторитетных лекций, включая ежегодную лекцию им. Ричарда Т. Эли в Американской экономической ассоциации, мемориальную лекцию им. Л.К. Джха в Резервном банке Индии и мемориальную лекцию им. Франка Грэма в Принстоне. Доктор Обстфельд входил в состав Исполнительного комитета и занимал пост заместителя председателя Американской экономической ассоциации. Он консультировал и преподавал в МВФ и многочисленных центральных банках по всему миру.

Он также является соавтором двух ведущих учебников по международной экономике, *International Economics* («Международная экономика») (10-е издание, 2014 г., соавторы Пол Кругман и Марк Мелиц) и *Foundations of International Macroeconomics* («Основы международной макроэкономики») (1996 г., соавтор Кеннет Рогофф) и автором более чем 100 научных статей, посвященных обменным курсам, международным финансовым кризисам, мировым рынкам капитала и денежно-кредитной политике.